

POLITIQUE DE CHANGE ET CROISSANCE: L'EXPÉRIENCE PORTUGAISE ENTRE 1985 ET 1995 (*)

Margarida Abreu (**)

1 — Introduction

Le Portugal a enregistré un taux de croissance très élevé dans les années 60 et au début des années 70, en phase avec celui des pays d'Europe méridionale et en particulier de l'Espagne. Cette dynamique de la croissance a permis de rapprocher les niveaux de revenus du pays avec ceux des pays les plus riches de l'OCDE. Cette évolution sera brutalement interrompue lors du premier choc pétrolier qui, au Portugal, coïncida avec la Révolution des œillets. Le processus de rattrapage par rapport à la moyenne européenne, qui avait duré plus de dix ans, a stagné ensuite, pendant les dix années qui suivirent. En effet, le premier choc pétrolier a eu des conséquences plus défavorables au Portugal (comme dans la plupart des pays moins avancés) que dans la majorité des pays plus industrialisés. Cette interruption est d'ailleurs conforme à une tendance généralement constatée selon laquelle la convergence se fait pendant les périodes d'expansion généralisée tandis que les écarts se creusent pendant les phases de ralentissement conjoncturel⁽¹⁾.

Entre la Révolution de 1974 et l'adhésion à la CEE (en janvier 1986), l'économie portugaise fut marquée par des changements brusques entre des périodes de croissance rapide et la mise en place de programmes de stabilisation⁽²⁾.

En 1977 s'initie la politique de dépréciation progressive de l'escudo, d'abord de forme discrétionnaire et, après, sous un régime de parité à crémaillère avec pré-annonce du taux de dévaluation. La politique monétaire se caractérisait par

(*) Este texto é baseado no capítulo 1.2 da minha tese de doutoramento «L'escudo à l'épreuve de l'Europe monétaire: évaluation des politiques monétaires et de change pendant la transition vers l'UM», 1996, Université de Paris X, France, e foi apresentado na conferência internacional «L'Euro et le financement de la croissance en Méditerranée», Marselha, 22-23 de Janeiro de 1998. Agradeço a Michel Aglietta as numerosas e sugestivas discussões que antecederam este trabalho. Agradeço igualmente os comentários e sugestões dos *referees* anónimos.

(**) Investigadora do CISEP-ISEG.

(1) Voir à ce propos: S., Darwick, et D. Nguyen (1989) ou encore Françoise Drumetz, Hélène Erkel-Rousse et Pierre Jaillard (1993).

(2) À deux reprises, en 1978 et 1983, des programmes de stabilisation avec le Fond Monétaire International ont été accordés, visant la correction des énormes déséquilibres externes (le déficit courant en pourcentage du PIB ayant atteint 10% en 1977 et 14% en 1983).

le contrôle direct: le crédit à l'économie étant fixé par des plafonds et les taux d'intérêts contrôlés administrativement. Pendant cette période l'objectif prioritaire de la politique économique était la sauvegarde de la compétitivité de l'économie et l'emploi. Il faut noter cependant que cette orientation de la politique économique n'a pas empêché la crise de la balance de paiements au début des années 80.

L'adhésion à la Communauté Européenne, le 1er janvier 1986 marqua un changement capital dans l'évolution de l'économie portugaise. De fait, pendant les premières années qui ont suivi l'adhésion, la performance de l'économie a été remarquable au regard de l'évolution passée, même si ce redressement est en partie imputable à une amélioration de la conjoncture mondiale ainsi qu'à une reprise naturelle après la grave récession interne que le deuxième programme de stabilisation avec le FMI (de 1983-1984) avait provoquée.

En effet, l'économie portugaise a alors non seulement expérimenté sa plus longue période de croissance depuis la Révolution de 1974, comme sa plus intense phase de convergence réelle. Pendant les cinq premières années ayant suivi l'adhésion, la croissance s'est fortement accélérée, s'établissant à $4\frac{1}{2}\%$ en moyenne de 1986 à 1990, contre 3% au cours des dix années précédentes. Au Portugal, la croissance en volume accumulée du PIB, dans ces cinq années (de 28,2%) a dépassé de 55% la croissance accumulée, en moyenne, pendant cette durée, des pays communautaires (de 18,2%), permettant ainsi un rattrapage considérable de l'économie portugaise. Pendant la même période 400 000 nouveaux emplois ont été créés, produisant une forte réduction du taux de chômage de 8,6% à 4,6%.

Cette embellie de l'économie portugaise fut accompagnée par une politique de dépréciation nominale progressive de l'escudo, dont le taux de dépréciation était pré-annoncé.

La performance globale de l'économie portugaise changea radicalement à partir de 90. Cette évolution tient au changement des politiques nationales comme à la modification des conditions externes. Dans l'esprit du plan Delors et sous la pression de l'adhésion de l'Espagne au mécanisme de change européen (en août 1989), les autorités portugaises attribuèrent une importance de plus en plus vive à la réduction de l'inflation, condition essentielle à l'intégration de l'escudo dans le MCE. Or, précisément, étant donné le processus de croissance rapide que l'économie expérimentait depuis l'intégration dans la CEE, et une fois passée la période initiale où la croissance avait pu être soutenue sans que de fortes tensions inflationnistes ne se manifestent grâce aux conditions de départ favorables, l'inflation était repartie. Les tensions inflationnistes inhérentes à un processus de croissance rapide, résultant de l'effet de productivité sur la croissance des salaires et de la modification de l'accès des salariés à une nouvelle norme de consommation, étaient encore renforcées par les entrées massives de capitaux privés et les transferts communautaires.

Afin de satisfaire cet objectif devenu prioritaire, le système de parité à crémaillère (dépréciation progressive de l'escudo) fut abandonné en 1990 et la politique monétaire prit un tour restrictif. Le Portugal s'engagea alors dans une politique de désinflation compétitive⁽³⁾. À travers la fixité du taux de change les autorités cherchaient, d'une part, à induire un processus désinflationniste par contraction de la demande interne et, d'autre part, à forcer les entreprises à chercher des gains de compétitivité par une contraction des coûts salariaux.

Mais la première moitié des années 90 fut aussi marquée par des changements déterminants de l'environnement externe. L'année 1990 fut caractérisée, en effet, par le début de la récession qui atteignit la plupart des économies développées dans un environnement de déflation mondiale et, d'autre part, par le choc réel négatif causée par la réunification allemande. Ces changements, étant données les caractéristiques structurelles de l'économie portugaise, ont détérioré profondément les conditions externes de réussite de la stratégie de désinflation compétitive, augmentant leurs coûts. Ces conditions seront encore aggravées dès 1992 avec l'éclatement de la crise du SME et l'instabilité générale des marchés de changes qui s'ensuivit.

En dépit de cette détérioration de l'environnement externe, l'orientation politique affichée et suivie par les autorités portugaises depuis 1990 et jusqu'à mars 1995 n'a pas subi de modifications significatives, même quand l'élargissement des marges de fluctuation fut décidé en août 1993. L'objectif prioritaire demeurait la désinflation et l'objectif intermédiaire la stabilité nominale du change.

Un regard rétrospectif sur ces cinq années de désinflation compétitive nous conduit à nous interroger sur le bien fondé de la stratégie suivie. D'un côté, le Portugal a expérimenté un processus de désinflation remarquable, même si l'évolution des prix internes ne s'est traduite que partiellement sur la contraction des différentiels d'inflation. Mais d'un autre côté, l'économie portugaise a subi une des récessions les plus graves de l'Europe, en intensité et en durée, la croissance en volume du PIB pendant cette période n'atteignant que deux tiers de la croissance moyenne des autres pays de l'UE.

Notre objectif est de contribuer pour une analyse de la responsabilité de la politique de change dans ces deux phases opposées en ce qui concerne la

⁽³⁾ L'expression «désinflation compétitive» fut répendue d'après un article de Blanchard et Muet d'analyse de la politique macroéconomique française pendant la deuxième moitié des années 80. «La stratégie macroéconomique suivie en France repose sur l'idée que, dans un système de changes fixes, tout pays dont le rythme d'inflation est supérieur à celui des ses partenaires perd de la compétitivité, donc de la demande. Il s'ensuit un accroissement du chômage, qui pèse sur l'inflation, ce qui, en définitive, permettra le rétablissement de la compétitivité. Selon la même logique c'est cette compétitivité retrouvée qui entraînera la réduction du chômage. La France parviendra alors au but poursuivi: le plein emploi, une compétitivité restaurée, un taux d'inflation aussi bas que celui de ses voisins les plus vertueux et une monnaie forte» cf. Blanchard et Muet (1992), pp. 41 et 42.

croissance et la convergence réelle de l'économie, ou plus précisément, d'évaluer jusqu'à quel point les autorités portugaises, voulant tenir une contrainte nominale dure, ont finalement bloqué l'ajustement réel.

A partir d'une estimation du taux de change réel d'équilibre de l'économie portugaise (à la Williamson), nous essayons d'évaluer jusqu'à quel point la poursuite d'un objectif de stabilité nominal du taux de change a été responsable d'un écart grandissant entre le taux de change réel observé et le taux de change réel d'équilibre de l'économie.

Le plan de l'article est le suivant. La section 2 présente le concept de taux de change réel d'équilibre fondamental (TCREF) de Williamson. La section 3 présente nos propres estimations du TCREF pour l'économie portugaise. La section 4 présente nos conclusions.

2 — Le concept de taux de change réel d'équilibre fondamental (TCREF) de Williamson

Le taux de change réel d'équilibre fondamental (TCREF) ⁽⁴⁾, proposé initialement par Williamson ⁽⁵⁾ seul, puis affiné par Williamson et Miller ⁽⁶⁾, peut être défini comme «Le taux de change susceptible de générer au cours du cycle, un excédent ou un déficit du compte courant égal au flux de capitaux sous-jacents correspondant au meilleur niveau d'équilibre interne que peut obtenir le pays en l'absence de restrictions commerciales pour raison de balance des paiements» ⁽⁷⁾.

Il s'agit donc d'un taux réel qui garantit l'équilibre tendanciel des comptes externes et qui est susceptible de maintenir, à moyen terme, l'activité économique au plus haut niveau possible.

La méthode de détermination du TCREF est cependant complexe et présuppose plusieurs étapes.

Le point de départ est l'estimation pour une période de base (de préférence correspondant à un cycle de la demande) des flux de capitaux sous-jacents nécessaires à l'économie, étant donnés les besoins (ou excédents) d'épargne interne et la dynamique de la productivité. Un pays qui expérimente un taux d'investissement élevé (résultant d'une productivité élevée du capital) vis-à-vis du niveau d'épargne qui se dégage volontairement au niveau interne trouve avantage à importer du capital.

⁽⁴⁾ Appelé, par l'auteur, «Fundamental Equilibrium Exchange Rate» (FEER).

⁽⁵⁾ John Williamson (1983).

⁽⁶⁾ John Williamson et M. Miller (1987).

⁽⁷⁾ John Williamson (1983), op. citée, p. 14.

Selon Williamson, une bonne approximation de ces flux de capitaux sous-jacents d'équilibre peut être fournie par le solde (symétrique) des opérations courantes, car celui-ci correspond au transfert de ressources réelles, symétrique des flux de capitaux sous-jacents. Ce solde donne en effet une information plus précise des «capitaux sous-jacents» que la balance de capitaux, même si l'on considère exclusivement les capitaux de long terme, car celle-ci peut aussi inclure des flux de capitaux mus par des objectifs de gains spéculatifs ⁽⁸⁾.

Ainsi, on définit, dans un premier temps et pour une période donnée, les objectifs nationaux en matière de transactions courantes qui tiennent compte du niveau d'activité intérieure désiré et des changements structurels majeurs, en particulier ceux qui affectent la productivité. De la prise en compte de ces éléments, et donc de l'écart estimé entre investissement et épargne nationale, découle le niveau d'équilibre fondamental de la balance de paiements et par conséquent les flux de capitaux «sous-jacents» estimés compatibles avec la stratégie de croissance choisie.

La seconde étape consiste à déterminer le taux de change effectif réel (TCER) qui correspond au solde courant objectif pré-défini, c'est à dire à déterminer le taux de change d'équilibre fondamental (TCREF) de l'économie.

Si dans la période de base considérée les pressions relatives de la demande sont «normales», le solde courant pour chaque économie peut être exprimé comme une fonction du taux de change effectif réel (TCER) ⁽⁹⁾:

$$\text{Solde courant} = f\{\text{TCER}\}$$

Si l'on connaît les élasticités de la balance courante (et de ses différentes composantes) au taux de change réel, il est alors possible de déterminer le TCREF de cette économie, développant l'équation précédente vis-à-vis du TCER.

⁽⁸⁾ Cf. John Williamson (1983) op. cit., pp. 23-26.

⁽⁹⁾ Williamson considère en effet que la balance courante est influencée, outre par la compétitivité hors prix (difficilement mesurable), par trois facteurs: les termes de l'échange (mesurés comme le prix des exportations divisé par le prix des importations), la pression relative de la demande interne vis-à-vis de celle prévalant à l'extérieur et le taux de change réel (mesuré comme le prix des biens échangeables nationaux divisé par le prix des biens étrangers concurrents), de façon que:

$$\text{Balance courant} = f\{\text{termes de l'échange, pression relative de la demande, TCER}\}$$

Dans la mesure où les termes de l'échange sont influencés, d'une part, par des facteurs externes au pays (comme le prix des matières premières et notamment les chocs pétroliers) et, d'autre part, par la pression relative de la demande et par le TCER, l'équation précédente du solde courant peut être résumée à:

$$\text{Balance courante} = f\{\text{TCER}\}$$

à condition que la pression relative de la demande soit cycliquement normale.

Le taux de change d'équilibre fondamental (TCREF) est exactement le TCER qui produit un solde courant identique au solde objectif, précédemment défini et qui, comme on l'a vu, tient compte des capitaux sous-jacents, eux-mêmes justifiés par la pression de la demande déterminée par les politiques appropriées d'équilibre interne:

$$\text{TCREF} = \text{TCER} = f^{-1} \{\text{solde courant objectif}\}$$

Selon Mello et Manteu⁽¹⁰⁾, cette notion d'équilibre, qui correspond au respect en permanence de l'égalité entre le solde de la balance courante et le solde des capitaux stables, constitue la contrainte de moyen terme des politiques économiques nationales. Cette condition d'équilibre est évidemment plus contraignante que la contrainte intertemporelle de solvabilité de long terme, laquelle exige simplement que l'économie génère dans le long terme des excédents externes suffisants pour couvrir le service de la dette résultant des déficits externes actuels. Elle établit les conditions d'équilibre externe suffisamment robustes pour viabiliser dans le moyen terme la poursuite d'objectifs macro-économiques internes dans un contexte d'incertitude et d'imperfection des marchés financiers internationaux.

Dans une troisième étape, on passera enfin du taux de change d'équilibre fondamental (TCREF) de la période de base à celui de l'année horizon. Elle consiste à déterminer la variation nécessaire du taux de change réel pour faire évoluer le solde courant constaté de l'économie vers la valeur d'équilibre. On reprend donc la relation structurelle de l'économie qui spécifie la relation existante entre le solde courant et le change réel, en la recalculant en fonction des changements intervenus entre-temps, au niveau de demande relative et des chocs structurels.

Pour l'évaluation des changements des pressions relatives de la demande, Williamson propose l'observation des écarts relatifs du taux de chômage. Plus précisément, on devra comparer l'écart observé dans le pays entre le taux de chômage sur chaque période et la moyenne observée sur une période plus large (de préférence correspondant à un cycle de la demande), avec l'écart équivalent moyen observé chez les principaux partenaires commerciaux. Au cas où le taux de chômage serait élevé (traduisant une conjoncture de demande faible), le solde courant devrait être supérieur à son niveau dans une situation de «normalité» cyclique. L'écart entre le solde courant constaté et le solde objectif serait alors inférieur, ce qui réduit la dépréciation de la monnaie nécessaire pour atteindre l'objectif.

La relation entre solde courant et change réel dépend également de changements structurels tels que la variation des prix des matières premières, la découverte de ressources nouvelles, ou la vitesse des progrès technologiques.

(10) Sampaio Mello et Cristina Manteu (1992).

La prise en considération des variations de la demande et de ces changements structurels permet de redéfinir le solde fondamental des paiements courants (image miroir des flux de capitaux «sous-jacents» nécessaires) et par la suite le taux de change réel qui permet de l'atteindre. Ce taux de change d'équilibre constituerait le centre d'une plage plus au moins large, à l'intérieur de laquelle le taux de change réel devrait être orienté.

3 — Calcul du taux de change réel d'équilibre fondamental de l'économie portugaise (TCREF)

Dans l'esprit de Williamson, la règle de change sous-jacente au taux de change réel d'équilibre fondamental (TCREF) que l'on estime par la suite, est celle qui résulte de l'équilibre, à chaque période, de la balance fondamentale, et cela tenant compte à chaque période de la position relative dans le cycle économique du pays et de l'extérieur.

La balance fondamentale est définie, comme chez Dolado et Viñals⁽¹¹⁾ et chez Mello et Manteu⁽¹²⁾, comme la somme du solde primaire de la balance de transactions courantes (hors versement d'intérêts) et des flux de capitaux externes stables, ici identifiés à l'investissement direct étranger au Portugal net de l'investissement direct des résidents portugais à l'étranger.

$$(1) \quad BF_t = BTC_t + i^* \cdot E \cdot B^*_{t-1} + IDE$$

avec:

BF = balance fondamentale;

BTC = solde total des transactions courantes;

i^* = taux d'intérêt à l'étranger;

E = taux de change coté à l'incertain;

B^* = stock de la dette externe nette, en monnaie étrangère, à la fin de la période;

IDE = investissement direct étranger net de l'investissement des résidents portugais à l'étranger.

Le solde primaire de la BTC est représenté par les deux premiers termes à droite de l'égalité dans l'équation 1. Il est donc égal, en chaque période, au solde total de la balance courante (BTC_t) additionné des intérêts versés sur la dette préalablement accumulée, c'est à dire sur le stock de la dette existant à la fin de la période précédente ($t-1$). Le solde primaire est donc égal à la

(11) Juan Dolado et José Viñals (1991).

(12) A. Sampaio Mello et Cristina Manteu (1992).

somme de la balance commerciale, des transferts privés et publics nets et des revenus du capital moins les intérêts versés sur la dette:

$$(2) \quad BTC(\text{solde primaire})_t = X - M + TrPriv + TrPub + R - i^* \cdot E.B^*_{t-1}$$

avec:

X = exportations de biens et services;

M = importations de biens et services;

$TrPriv$ = transferts privés reçus nets des transferts versés à l'étranger (essentiellement constitués au Portugal par les envois des émigrants);

$TrPub$ = transferts publics reçus nets des transferts publics versés à l'étranger (essentiellement constitués au Portugal par les transferts avec l'Union Européenne);

R = revenus du capital reçus, nets des revenus payés à l'étranger.

Les valeurs des exportations (X), des importations (M) et des transferts ($TrPriv$ et $TrPub$) utilisées dans l'estimation du taux de change réel d'équilibre fondamental pour l'économie portugaise sont celles publiées par la Banque du Portugal dans ses rapports annuels et mensuels, dans les tableaux correspondants à la balance de paiements (base liquidations «cash basis»). Ces valeurs sont reproduites dans le tableau 1. L'évaluation des intérêts versés sur la dette externe s'est avérée cependant plus délicate. En effet, avant 1993, la Banque du Portugal ne fournit aucune information permettant de différencier la nature des revenus des capitaux payés à l'étranger. On a donc été contraint de considérer tous les revenus des capitaux comme correspondants aux intérêts versés sur la dette externe ⁽¹³⁾. Le solde primaire considéré de la balance de transactions courantes est donc égal à:

$$(3) \quad BTC_t(\text{solde primaire}) = X_t - M_t + TrPriv_t + TrPub_t$$

⁽¹³⁾ Cette simplification est cependant moins étrange qu'elle ne paraît dans une première approche. En effet, les valeurs présentées par la Banque du Portugal dans la rubrique revenus du capital de la BTC coïncident avec les intérêts de la dette externe que l'on estime à partir des tableaux correspondants au service de la dette publiés par la Banque dans ses rapports annuels. Plus précisément, le ratio intérêts versés sur la dette externe/PIBpm (présenté dans les tableaux «Indicateurs de la dette externe portugaise et de son service») multiplié par le PIBpm conduit aux mêmes valeurs présentées dans la colonne «revenus du capital» de la balance de transactions courantes.

et la balance fondamentale égale à:

$$BF_t = BTC_t(\text{solde primaire}) + IDE_t$$

s'écrit alors:

$$(4) \quad BF_t = X_t - M_t + TrPriv_t + TrPub_t + IDE_t$$

Comme nous l'avons souligné auparavant le *TCREF* est le taux de change qui permet de rendre compatible l'équilibre interne avec l'équilibre externe. Il nous faut alors d'abord obtenir les valeurs tendancielle de toutes les variables qui composent la balance fondamentale, et après, sur la base de ces valeurs tendancielle, calculer le taux de change réel qui permet d'assurer l'équilibre externe, ici défini comme l'équilibre de la balance fondamentale.

Nous avons borné la période analysée aux années comprises entre 1985 et 1995. Pour l'estimation des valeurs tendancielle de chaque variable nous avons choisi la méthode de Hodrick-Prescott. Cette méthode permet de «filtrer» l'évolution dans le temps d'une variable, éliminant sa composante cyclique de façon à obtenir sa tendance. Concrètement elle consiste à calculer la valeur tendancielle de la variable Y (notée Y^t) qui minimise l'expression ⁽¹⁴⁾ ⁽¹⁵⁾:

$$(5) \quad \sum_{t=1}^T (Y_t - Y_t^t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{T-1} [(Y_{t+1}^t - Y_t^t) - (Y_t^t - Y_{t-1}^t)]^2$$

Utilisant les valeurs tendancielle des exportations, importations, transferts privés, transferts publics et investissement direct étranger, on a estimé, par la suite, la variation du taux de change réel nécessaire pour rendre nul le solde de la balance fondamentale.

⁽¹⁴⁾ Cette méthode nous paraît plus robuste que la méthode d'aplatissement de Holt, car moins dépendante du niveau de départ des variables analysées. La méthode de Hodrick Prescott exige cependant le choix préalable de la valeur du paramètre λ . Suivant les conseils de l'auteur pour les données annuelles, on a considéré $\lambda = 100$. Cf. E. Prescott et Finn E. Kydland (1990).

Le filtre de Hodrick-Prescott a été appliqué aux séries logarithmisées des variables originales à l'exception de l'IDE étant donnée la présence de soldes négatifs.

Les calculs ont été fait sur le logiciel d'économétrie TSP utilisant l'algorithme de Clint Cummins (1994) appelée «Hodrick-Prescott Trend Decomposition» disponible sur Internet.

⁽¹⁵⁾ Une façon alternative d'estimer les valeurs tendancielle des variables de la balance fondamentale (BF) est proposée par Bayoumi et al. (1994). Au lieu d'estimer directement les valeurs tendancielle de ces variables, l'auteur estime d'abord le comportement tendanciel du PIB et déduit à partir des élasticités entre le PIB et les différentes composantes de la BF, les valeurs tendancielle (soit d'équilibre) de celles-ci.

L'indice du taux de change réel utilisé fut construit à partir d'un indice du taux de change effectif où le poids de chaque monnaie est pondéré en fonction de la structure du commerce externe portugais ⁽¹⁶⁾. Le taux de change réel considéré fut déduit de cet indice du taux de change effectif (*TCE*), considérant l'évolution relative des prix implicites à la consommation privée au Portugal (*IPC*) et dans les pays qui composent le panier du taux de change effectif (*IPC**). Le *TCE*, l'*IPC*, l'*IPC** ainsi que le taux de change effectif réel (*TCER*) ainsi obtenu sont présentés dans le tableau 2. Les valeurs tendancielle pour les différentes composantes de la balance fondamentale sont présentées dans le tableau 3.

Afin de calculer la trajectoire du *TCER* qui permet d'équilibrer la balance fondamentale tendancielle, il nous faut alors connaître la sensibilité de la balance fondamentale et de chacune de ses composantes aux variations du *TCER*. On a, dans ce but, utilisé le travail de Mello et Manteu ⁽¹⁷⁾, considérant comme les auteurs que seuls les exportations, les importations et les transferts privés (on rappelle que ceux-ci sont essentiellement composés par les envois des émigrés) sont sensibles aux variations du taux de change réel, et adoptant les élasticités de long terme de ces variables aux taux de change présentés par les auteurs. Les élasticités considérées sont alors:

$$\begin{aligned} e_{X,e} &= 0,556 \text{ pour les exportations;} \\ e_{M,e} &= -0,951 \text{ pour les importations;} \\ e_{TrPriv,e} &= 2,244 \text{ pour les transferts privés.} \end{aligned}$$

Connaissant l'évolution tendancielle des composantes de la *BF* et la sensibilité de ces variables aux variations du *TCER*, on peut alors déduire la variation nécessaire du *TCER* qui permet de rendre nul le solde de la *BF* tendancielle. On cherche donc à obtenir la variation du *TCER* qui satisfait l'égalité:

$$(6) \quad -BF = X.e_{X,e}.DTCEr - M.e_{M,e}.DTCEr + TrPriv.e_{TrPriv,e}.DTCEr$$

La variation nécessaire de *TCER* est alors:

$$(7) \quad DTCEr = -BF / (X.e_{X,e} - M.e_{M,e} + TrPriv.e_{TrPriv,e})$$

Le taux de change réel d'équilibre fondamental (*TCREF*) s'obtient par la suite:

$$(8) \quad TCREF = TCER (1 + DTCEr)$$

Les résultats obtenus sont présentés dans le tableau 3. Le graphique 1 permet de comparer les trajectoires du *TCER* et du *TCREF*.

⁽¹⁶⁾ Le panier de monnaies considéré est inspiré de Vidal et Reis (1994).

⁽¹⁷⁾ Cf. A. Sampaio Mello et Cristina Manteu (1992), op. cit.

4 — Conclusions

Deux phases se distinguent nettement en ce qui concerne l'évolution du taux de change réel d'équilibre de l'économie portugaise pendant les dix dernières années. Jusqu'à 1992 le taux de change d'équilibre fondamental de l'escudo (*TCREF*) résultant de la règle d'équilibre, en moyenne, de la balance fondamentale, se trouve au dessous de la trajectoire observée du taux de change effectif réel (*TCER*). À partir de cette date, on observe la situation inverse.

Il semble donc que pendant la première période le taux de change réel a été sous-évalué, en dépit de la très forte appréciation réelle de l'escudo observé depuis 88. L'écart entre le *TCER* et le *TCREF*, très large jusqu'à 1988, semble progressivement s'éroder après cette date, accompagnant l'inversion de la politique de change, qui d'accommodatrice des différentiels d'inflation est passée à la gestion d'un taux de change nominal fixe. Cependant, en dépit de l'ancrage nominal du taux de change initié de fait en 1989 et de la perpétuation d'un différentiel d'inflation positive, la conséquente appréciation réelle du change ne s'est pas traduite, jusqu'à 1992, par un resserrement de la contrainte externe. En effet, l'impact négatif de l'appréciation réelle sur la balance commerciale semble avoir été plus que compensé par la dynamique induite des transferts des émigrants (compris dans les *TrPriv*) et de l'investissement direct étranger (*IDE*) renforcé par la progression régulière des fonds structurels communautaires (inclus dans les *TrPub*). L'appréciation réelle s'est donc, dans cette phase, avérée compatible d'une part, avec le très fort rythme de croissance observé dans la deuxième moitié des années 80, lequel a permis à l'économie portugaise une convergence réelle significative vis-à-vis de l'Europe Communautaire, et, d'autre part, avec le respect de la contrainte de solvabilité de court terme, représentée par l'équilibre de la balance fondamentale.

La situation semble s'inverser à partir de 1992. En effet, après cette date, le taux de change réel apparaît systématiquement surapprécié par rapport à la trajectoire nécessaire pour assurer simultanément l'équilibre interne et externe. De plus, cette surappréciation de l'escudo s'aggrave progressivement, pour atteindre, en 1995, environ 4,2% (voir tableau 3). Il semble donc que les trois réalignements de l'escudo entre 1992 et 1995, qui se sont soldés par une dévaluation de la parité centrale dans le MCE de 16%, n'ont pas entraîné une dépréciation nominale de l'escudo suffisamment intense pour permettre l'équilibre, en moyenne, de la balance fondamentale dans une période de récession interne et de désinflation mondiale. Ceci s'explique, d'une part, par le fait que les dévaluations au sein du SME n'ont pas correspondu à une dévaluation du taux de change effectif de même intensité. En effet, dans la mesure où les monnaies de certains des principaux partenaires commerciaux du Portugal ont dévalué aussi et beaucoup plus que l'escudo (en particulier la peseta, la livre et la lire), le TCE de l'escudo ne s'est déprécié que de 5,8% entre 1992 et 1995 (voir tableau 2). D'autre part, l'environnement international désinflationniste fai-

sait plus que neutraliser l'effet de la réduction du taux d'inflation au Portugal sur le taux de change réel. La manutention du taux de change réel effectif de l'escudo entre 1992 et 1995 (voir tableau 2), s'est donc avérée insuffisante pour permettre l'augmentation des exportations et des transferts privés nécessaires, pour contrecarrer l'effet, en sens contraire, de la récession mondiale sur ces variables et sur l'investissement direct étranger, et ceci en dépit de la progression régulière des transferts publics.

Les successives hypothèses considérées ainsi que la méthodologie utilisée dans l'estimation du taux de change réel d'équilibre fondamental de l'escudo nous conduisent à prendre une certaine distance vis-à-vis de la lecture des résultats obtenus. Parmi ces hypothèses, on rappelle que l'on a considéré, d'une part, l'investissement direct étranger comme la meilleure «proxy» des capitaux sous-jacents stables, d'autre part, qu'on a évalué l'équilibre interne et externe de l'économie en assimilant toutes les composantes de la balance fondamentale à ses valeurs tendancielles, et finalement que l'on a pris un modèle très simple de la balance fondamentale où seuls les exportations, les importations et les transferts privés sont influencés par des variations du taux de change réel.

Cependant, l'importance du différentiel obtenu entre, d'une part, le taux de change réel d'équilibre fondamental de l'économie portugaise, estimé dans l'approche de l'équilibre tendanciel de la balance fondamentale, et, d'autre part, l'évolution observée du taux de change effectif réel, nous semble permettre de conclure que, depuis 1992, la trajectoire du taux de change réel de l'escudo, n'est pas une trajectoire d'équilibre, l'escudo étant depuis cette date et jusqu'à 1995, surévalué.

TABLEAU 1
Balance fondamentale (1)

(10^6 escudos)

	E (2)	M (2)	Balance commerciale	T. privés (3)	T. pub. (4)	BTC primaire	Revenus	BTC total	IDE (5)	BF
	(a)	(b)	(c) = (a) - (b)	(d)	(e)	(f) = (c) + + (d) + (e)	(g)	(h) = (f) + (g)	(i)	(j) = (h) + (i)
1985	1 316 232	1 439 540	- 123 308	358 318	21 368	256 378	- 196 444	599 934	42 215	298 593
1986	1 457 872	1 569 600	- 111 728	395 619	39 364	323 255	- 151 574	171 681	35 820	359 075
1987	1 776 978	2 114 566	- 337 588	479 923	51 986	194 321	- 130 813	63 508	66 920	261 241
1988	2 102 013	2 745 361	- 643 348	520 594	103 111	- 19 643	125 849	- 145 492	123 575	103 932
1989	2 643 507	3 220 469	- 576 962	587 932	128 053	139 023	- 113 138	25 885	259 827	398 850
1990	3 092 310	3 866 336	- 774 026	638 308	143 585	7 867	- 34 115	- 26 248	347 571	355 438
1991	3 150 695	4 125 180	- 974 485	666 188	201 658	- 106 639	10 814	- 95 825	285 375	178 736
1992	3 223 406	4 389 307	- 1 165 901	643 028	412 022	- 110 851	81 699	- 29 152	165 342	54 491
1993	3 811 592	4 871 565	- 1 059 973	612 795	459 135	11 957	13 196	25 153	226 640	238 597
1994	4 086 473	5 289 452	- 1 202 979	567 389	322 164	- 313 426	- 52 227	- 365 653	161 215	- 152 211
1995	4 531 799	6 010 467	- 1 478 668	503 761	525 192	- 449 715	- 132 465	- 582 180	- 11 009	- 460 724

(1) Valeurs en fin de période, base de liquidation.

(2) Les exportations et les importations sont constituées par le total des marchandises plus services hors revenus.

(3) Transferts unilatéraux privés reçus, nets, essentiellement transferts des émigrants.

(4) Transferts publics reçus, nets, essentiellement constitués par les transferts de l'Union Européenne.

(5) Investissement direct étranger au Portugal, net.

Source: Banque du Portugal.

TABLEAU 2
Indice du taux de change effectif réel ⁽¹⁾

	(1985 = 100)			
	ITCE ⁽²⁾	IPC	IPC* ⁽³⁾	ITCER ⁽⁴⁾
1995	100 000	100 000	100 000	100 000
1986	108 764	111 713	101 343	98 668
1987	116 562	122 230	103 292	98 503
1988	122 862	134 084	106 991	98 037
1989	126 817	150 967	112 040	94 117
1990	130 309	171 192	118 083	89 883
1991	129 411	190 714	122 657	83 230
1992	125 455	207 703	127 266	76 870
1993	133 685	203 095	119 358	78 566
1994	139 183	218 677	125 239	79 712
1995	136 427	227 647	128 558	77 044

⁽¹⁾ Une augmentation (réduction) de l'indice correspond à une dépréciation (de l'escudo, de pondération traduisant la structure du commerce externe portugais).

⁽²⁾ Le calcul du taux de change effectif qui sert de base à l'indice est construit sur la base d'une grille traduisant la structure du commerce externe portugais.

⁽³⁾ Moyenne pondérée de l'indice des prix à la consommation dans les pays qui composent le panier qui sert de base à la détermination du taux de change effectif, les pondérateurs étant les mêmes.

⁽⁴⁾ Indice du taux de change effectif réel. $ITCER = ITCE \cdot IPC^* / IPC$.

Source: Banque du Portugal et calculs de l'auteur.

TABLEAU 3

Balance fondamentale tendantielle (1) et taux de change réel d'équilibre fondamental

	E (1)	M (1)	TPri (1)	TPub (1)	IDE (1)	BF (1)	ITCER (2)	DR (3)	ITCREF (2) (4)
1985	1 382 897	1 547 604	414 666	- 24189	86 200	311 970	100,000	- 9,8	90,16
1986	1 584 884	1 817 451	443 086	20 929	108 894	430 342	98,668	- 9,4	89,35
1987	1 815 476	2 132 805	472 761	66 502	131 147	353 081	98,503	- 8,6	90,02
1988	2 075 830	2 495 597	502 384	113 171	151 790	347 578	98,037	- 7,5	90,72
1989	2 365 539	2 904 983	530 406	161 430	169 010	321 402	94,117	- 6,1	88,38
1990	2 682 814	3 359 580	552 203	211 674	180 712	267 823	89,883	- 4,5	85,82
1991	3 027 184	3 858 973	575 583	263 962	185 708	193 464	83,230	- 2,9	80,81
1992	3 402 191	4 407 456	591 184	317 675	184 481	88 075	76,870	- 1,2	75,96
1993	3 814 233	5 014 264	602 668	371 568	178 509	- 47 286	78,566	0,6	79,02
1994	4 269 795	5 692 260	611 393	425 342	169 179	- 216 551	79,712	2,4	81,60
1995	4 777 249	6 457 296	618 967	479 572	157 959	- 423 549	77,044	4,2	80,25

(1) Unité: 10⁶ escudos.

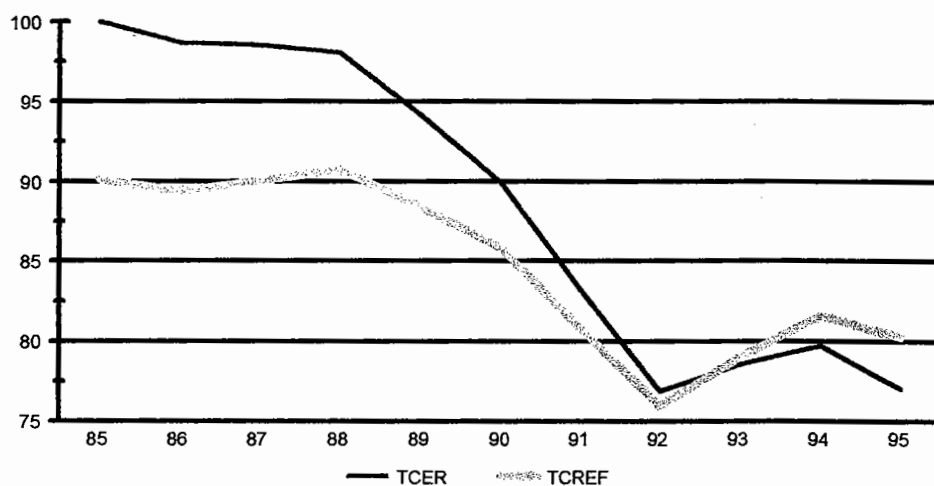
(2) Indice du taux de change effectif réel. Une augmentation (réduction) de l'indice correspond à une dépréciation (appréciation) effective réelle de l'escudo.

(3) Différentiel, exprimé en pourcentage, entre l'indice du taux de change effectif réel (ITCER) et l'indice du taux de change réel d'équilibre fondamental (ITCREF). Un signe positif (négative) signifie qu'une dépréciation (appréciation) de l'escudo dans la proportion du taux indiqué est nécessaire pour rééquilibrer la balance fondamentale.

(4) Indice du taux de change réel d'équilibre fondamental.

Source: Calculs de l'auteur.

GRAPHIQUE 1
Indices des TCER et TCREF



Note. — Une augmentation (réduction) de l'indice indique une dépréciation (appréciation) de la monnaie.

TCER: taux de change effectif réel.

TCREF: taux de change réel d'équilibre fondamental.

Source: Construit à partir du tableau 3.

BIBLIOGRAPHIE

- BAYOUMI, Tamin, CLARK, Peter, SYMANSKY, Steve, et TAYLOR, Mark (1994), «Robustness of Equilibrium Exchange Rate Calculation to Alternative Assumptions and Methodologies», *IMF Working Paper*, n.º 94/17.
- BLANCHARD, Olivier, et MUET, A. (1982), «La désinflation compétitive : une évaluation de la politique macroéconomique française depuis 1987» dans *La Désinflation Compétitive, Le Mark et les Politiques Budgétaires en Europe*, Groupe International de Politique Economique de l'OFCE en Europe, Paris, Seuil.
- DARWICK, S., et NGUYEN, D. (1989), «OECD comparative economic growth 1950-85», *American Economic Review*, vol. 79, n.º 5, décembre.
- DOLADO, Juan, et VIÑALS, José (1991), «Macroeconomic Policy, External Targets and Constraints: The case of Spain», *CEPR Discussion Paper*, n.º 505.
- DRUMETZ, Françoise, ERKEL-ROUSSE, Hélène, et JAILLARD, Pierre (1993), «La convergence régionale et l'UEM: le rattrapage, un processus qui ne va pas de soi», *Economie et Statistique*, n.º 262-263, 1993, 2/3, pp. 135-147.
- MELLO, Sampaio, et MANTEU, Cristina (1992), «Taxa de câmbio de equilíbrio fundamental», *Bulletin Trimestriel de la Banque du Portugal*, décembre, pp. 47-55.
- PRESCOTT, E., et E. KYDLAND, Finn (1990), «The Econometrics of the General Equilibrium Approach to Business Cycles», *Federal Reserve Bank of Minneapolis*, staff report n.º 130, novembre.
- VIDAL, M. José, et REIS, Teresa (1994), «Índice da Taxa de Cambio Efectiva do Escudo: Estudos dos ponderadores do Comercio externo e apresentação da nova metodologia», *Bulletin Trimestriel de la Banque du Portugal*, juin, vol. 16, n.º 2.
- WILLIAMSON, John (1983), «The Exchange Rate System», *Policy Analysis in International Economics*, n.º 5, Institut for International Economics, Washington, D. C., septembre.
- WILLIAMSON, John et MILLER, M. (1987), «Target and Indicators for the International Coordination of Economic Policy», *Policy Analysis in International Economics*, n.º 22, Institut for International Economics, Washington, D. C.

